

江苏辉丰农化股份有限公司

2016 年可转换公司债券

2016 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第【387】号 01

债券剩余规模: 8.45 亿

债券到期时间: 2022 年 4 月 21 日

债券偿还方式: 对未转股债券按年计息, 每年付息一次

分析师

姓名:

张伟亚 刘书芸

电话:

021-51035670

邮箱:

zhangwy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司公司债券评级方法, 该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

江苏辉丰农化股份有限公司 2016 年可转换公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 06 月 17 日	2015 年 08 月 04 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对江苏辉丰农化股份有限公司(以下简称“辉丰股份”或“公司”)及其 2016 年 4 月 21 日发行的可转换公司债券(以下简称“本期债券”)的 2016 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到 2015 年公司农药产品销售情况较好, 盈利水平保持稳定, 产品结构不断优化; 公司整体负债水平明显下降, 财务安全性较好; 同时我们也关注到, 公司农药产品外销收入大幅下滑; 化工品和油品价格波动较为频繁且波幅较大, 化工品贸易业务存在一定运营风险; 公司存货规模显著增长, 未来需关注存货消化情况; 公司负债结构有待调整, 短期有息负债占比较高, 面临较大的即期偿付压力等风险因素。

正面:

- 公司农药产品销售情况较好, 整体盈利水平保持稳定。2015 年, 公司除杀菌剂的其他农药产品销售规模均较上年有所增长, 农药产品合计实现销售收入 253,198.43 万元, 较上年增长 11.89%; 同时, 原材料价格下跌抵消了农药产品市场价格下跌的不利影响, 公司农药产品整体毛利率水平保持稳定。
- 公司产品结构持续优化。2015 年, 公司除草剂产品中新增草铵膦原药产品, 带动除草剂产品销售收入及毛利率水平较上年有所上升; 同时, 中间体、调节剂等产品销售收入亦保持较快增长, 公司产品结构持续优化。
- 公司整体负债水平较上年明显下降, 财务安全性较好。得益于实施配股方案募集大量资金, 2015 年末公司所有者权益合计为 361,524.95 万元, 较上年末大幅增长

55.69%；受此因素影响，2015 年末公司资产负债率为 41.43%，较上年末下降 8.35 个百分点；公司整体负债水平较低，财务安全性较好。

关注：

- **公司农药产品外销收入较上年有所下滑。**受国际原油价格大幅下跌影响，2015 年国际农化巨头企业为避免大规模的存货跌价，纷纷加大了去库存力度，公司农药产品外销亦受到一定影响；2015 年，公司外销及委托出口的农药产品合计销售收入为 122,274.01 万元，较上年下降 19.54%。
- **化工品和油品价格波动较为频繁且波幅较大，公司化工品贸易业务存在一定运营风险。**2015 年，石化仓储项目进入试运营阶段，受此因素影响，公司化工品贸易收入较上年大幅增长；考虑到化工品和油品作为大宗商品，价格波动较为频繁且波幅较大，公司化工品贸易业务存在一定的经营风险。
- **公司存货规模显著增长，存在一定的跌价风险。**考虑到 2015 年原材料价格处于低位，未来或出现价格反弹，公司对部分原材料和农药产成品进行战略储备；受此因素影响，2015 年末公司存货账面价值为 122,412.48 万元，较上年末大幅增长 46.95%，存在一定的跌价风险。
- **公司负债结构有待调整，短期有息债务占比较高，面临较大的即期偿付压力。**截至 2015 年末，公司有息负债总额为 140,514.76 万元，其中短期有息负债占比为 91.13%；公司短期有息债务规模较大，面临较大的即期偿付压力。

主要财务指标：

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	610,328.30	617,228.63	462,354.43	381,170.94
归属于母公司所有者权益（万元）	320,157.98	315,152.02	202,837.04	184,370.28
有息债务（万元）	142,110.89	140,514.76	143,408.82	115,687.55
资产负债率	39.91%	41.43%	49.78%	47.14%
流动比率	1.24	1.18	0.90	1.10
速动比率	0.63	0.66	0.53	0.75
营业收入（万元）	77,593.23	333,306.76	242,906.91	208,584.54
营业利润（万元）	6,177.76	19,783.00	24,154.79	20,339.70
利润总额（万元）	6,335.83	21,343.55	24,443.15	20,253.19
综合毛利率	21.86%	19.54%	25.32%	25.70%
总资产回报率	-	5.19%	7.06%	6.94%

EBITDA（万元）	-	48,123.59	43,934.92	34,836.59
EBITDA 利息保障倍数	-	6.30	7.38	9.66
经营活动现金流净额（万元）	-286.55	-22,530.24	14,838.30	28,089.01

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年一季度未经审计财务报表，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2016]322号”文核准，公司于2016年4月21日公开发行了845万张可转换公司债券，每张面值100元，发行总额84,500万元。本次发行债券在扣除相关发行费用后，募集资金净额为82,022万元。

本期债券存续期限为2016年4月21日至2022年4月21日。本期债券第一年到第六年的利率分别为0.5%、0.7%、1.0%、1.3%、1.3%、1.6%。本期债券每年的付息日为本期债券发行首日起每满一年的当日，如该日为法定节假日或休息日，则顺延至下一个工作日，顺延期间不另付息。每年的付息债权登记日为每年付息日的前一交易日，公司将在每年付息日之后的五个交易日内支付当年利息。在付息债权登记日前（包括付息债权登记日）转换成股票的本期债券不享受当年度及以后计息年度利息。本期债券的转股期自本期债券发行结束之日起满6个月后的第1个交易日起至到期日止，即2016年10月28日至2022年4月21日止。同时，本期债券在满足约定的条件下附转股价格向下修正条款、赎回条款以及回售条款。

截至2016年4月30日，本期债券尚未到首次付息日且尚未到转股期。截至2016年4月30日，本期债券募集资金使用情况如下：

表1 截至2016年4月30日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目	计划		实施进度	
	总投资	拟使用募集资金额度	已投资	已使用募集资金
年产5000吨草铵膦原药生产线技改项目	68,622.00	68,622.00	749.95	-
年产1000吨抗倒酯原药生产线技改项目	6,550.00	6,550.00	4,111.61	-
年产2000吨甲氧虫酰肼原药技改项目	6,850.00	6,850.00	320.03	-
合计	82,022.00	82,022.00	5,181.59	-

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2015年，公司实施配股方案，每股配股价为12.71元，合计配售股份78,153,792股配股，募集资金净额为985,043,305.41元，其中增加股本78,153,792.00元，增加资本公积906,889,333.41元；截至2016年3月31日，公司注册资本增至39,670.40万元。

截至2016年3月31日，公司实际控制人仍为仲汉根，未发生变化。截至2016年3月31日，公司前十大股东及持股情况见下表。

表 2 截至 2016 年 3 月 31 日公司前十大股东及持股情况（单位：股）

股东名称	股东性质	持股比例	期末持股数量
仲汉根	境内自然人	43.20%	171,371,856
仲玉容	境内自然人	4.92%	19,500,000
江苏辉丰农化股份有限公司—第一期员工持股计划	其他	2.03%	8,051,400
唐中义	境内自然人	1.11%	4,409,300
殷玉珍	境内自然人	1.11%	4,400,025
蔡永军	境内自然人	0.73%	2,906,290
杨华	境内自然人	0.46%	1,830,000
刘文俊	境内自然人	0.40%	1,584,305
中国人寿再保险有限责任公司	其他	0.36%	1,424,100
中铁宝盈资产—浦发银行—中铁宝盈—宝鑫 77 号特定客户资产管理计划	其他	0.25%	992,020

资料来源：公开资料，鹏元整理

2015 年，公司以 1,660.00 万元受让薛珊梅持有的聊城东染化工有限公司（以下简称“聊城东染”）49%的股权，同时公司出资 639.00 万元、丁准贞出资 496.00 万元对聊城东染公司进行增资，经本次投资后公司占聊城东染注册资本的 51%；公司向石家庄瑞凯化工有限公司（以下简称“瑞凯化工”）增资 26,900.00 万元，经本次增资后公司占瑞凯化工注册资本的 51%；公司新设立江苏辉润物流有限公司、广东辉丰生物技术有限公司；上述四家子公司纳入公司合并范围。同时，2015 年下属子公司江苏嘉隆化工有限公司出售徐州东茂置业有限公司股权，出售后不再将其纳入公司合并范围。

表 3 2015 年度公司合并范围变化情况（单位：万元）
1、2015 年度新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
聊城东染化工有限公司	51.00%	4,135.00	收购
石家庄瑞凯化工有限公司	51.00%	10,205.00	增资
江苏辉润物流有限公司	100.00%	1,050.00	新设
广东辉丰生物技术有限公司	100.00%	1,000.00	新设

2、2015 年度不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	不再纳入合并范围的原因
徐州东茂置业有限公司	98.00%	800.00	股权转让

资料来源：公司 2015 年审计报告

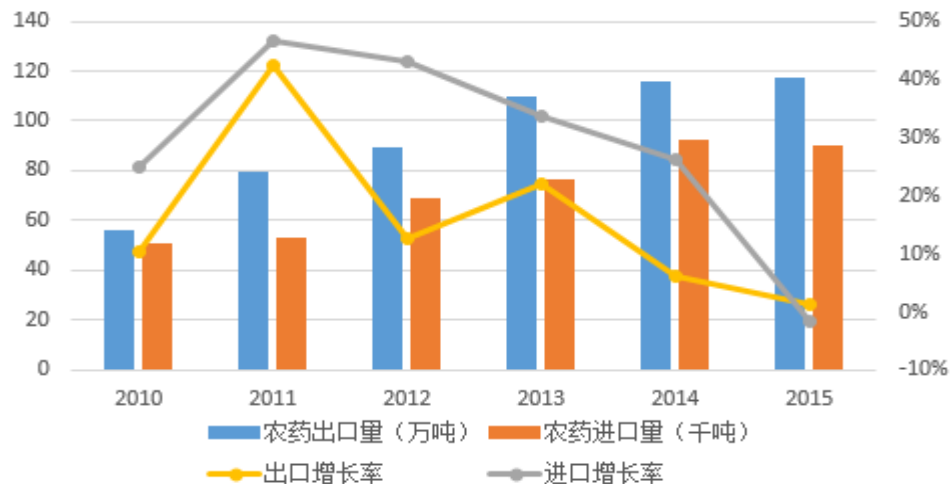
截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产总额为 617,228.63 万元，归属于母公司所有者权益为 315,152.02 万元，资产负债率为 41.43%。2015 年，公司实现营业收入 333,306.76 万元，利润总额 21,343.55 万元，经营活动现金流净额-22,530.24 万元。

三、运营环境

2015年，全球农药市场持续疲弱，国内农药出口增幅放缓，农药价格持续下行

受全球经济持续低迷、大宗商品单边下跌、汇率波动加剧、宏观经济环境下行等多种不利因素影响，2015年全球农药市场表现疲软，农药企业销售业绩普遍下滑。2015年，全球农药市场销售额为518.35亿美元，较上年同期下降8.5%，创10年来历史新低，全球农药市场景气度明显下降。由于我国农药生产企业大多为国际知名农药化工生产商的国内原药供应方，国际农药市场景气度持续下滑，直接导致我国农药市场的出口量增幅放缓，出口价格下跌。2015年全国农药出口量达到117.50万吨，较上年同期增长1.18%，增幅同比下降4.84个百分点；出口金额为35.5亿美元，较上年同期减少14.5%。

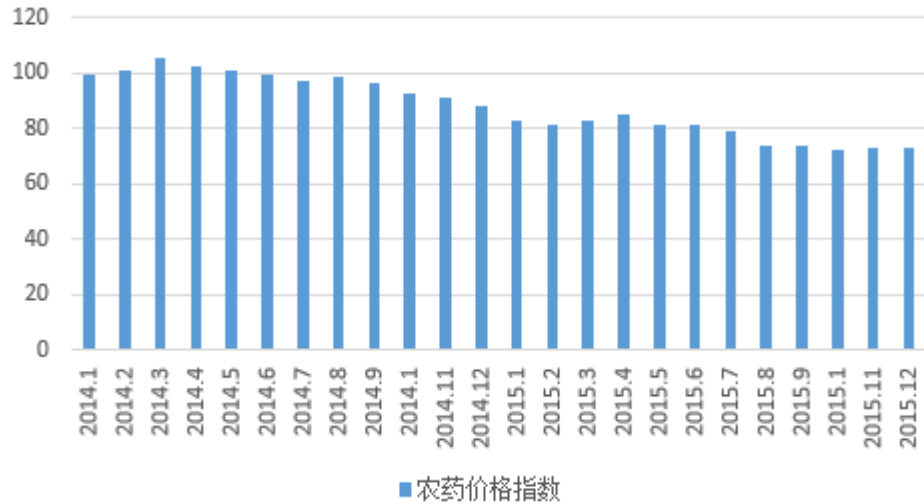
图1 2010年-2015年我国农药进出口市场情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

国内市场方面，我国是农业大国，也是农药生产和需求大国，目前国内农药产能与产量已居于世界前列，但农药行业正处于低成长时期，需求增长缓慢，产能刚性过剩，无序同质低效竞争激烈，导致整个行业已进入微利时代。从中国农药工业协会发布的农药价格指数（CAPI）来看，2015年CAPI指数整体呈现下跌态势，其中1月、3月和4月份指数较高，CAPI值均在84.0以上；进入四季度以来，CAPI指数再创新低，10-12月均在75.0以下。2015年，国内农药行业800余家规模以上企业营业收入同比增长5.1%，利润总额同比微增1.7%，增速再次放缓。根据全国31个省级植保站初步预测统计分析，2016年中国农药需求总量预计为96.17万吨，折百量为30.48万吨，较上年同期减少6.18%，我国农药产品价格预计将维持低位运行，农药市场的低迷仍将持续。

图 2 2014-2015 年月度中国农药价格指数走势



资料来源：中国农药工业网

在国家相关政策逐步完善和监管力度不断加大的背景下，农药行业将面临较大的转型升级压力

由于农药行业许多原料均为有毒、高污染的化学品，随着国家经济增长方式的转变和可持续发展战略的全面实施，农药行业将面临着更为严格的监管环境。2015 年，国家继续加强了对高毒高风险农药的监督和管理，百草枯等剧毒农药退出市场；农业部提出在全国范围内启动实施农药使用量零增长行动，力争到 2020 年，主要农作物农药利用率均达到 40% 以上，比 2013 年提高 5 个百分点，实现农药使用量零增长。

国家制定了农药“十三五”发展规划，将继续对农药产业的结构与布局进行调整，淘汰落后产能，着力提升产业集中度，推动产业集聚和升级，有效实现规模效应。“十三五期间”，我国农药原药企业数量减少 30%，其中年销售额在 50 亿元以上的农药生产企业达到 5 个以上，年销售额在 20 亿元以上的企业达到 30 个以上，着力培育 2~3 个年销售额超过 100 亿元、具有国际竞争力的大型企业集团。国内排名前 20 位的农药企业累计销售额达到全国总销售额的 70% 以上。对于高毒品种农药，农业部已经制定了逐步淘汰计划，到 2019 年之前，淘汰溴甲烷和硫丹；到 2020 年之前，淘汰涕灭威、克百威、甲拌磷、氧乐果等高毒农药，2018 年撤销登记；2020 年后，陆续淘汰其他高毒农药。在国家相关政策逐步完善和监管力度不断加大的背景下，农药行业将面临较大的转型升级压力。

表 4 近年来我国农药行业出台的部分重要管理法规及政策

年度	文件名称	主要内容
2016 年	农药工业“十三五”发展规划	农药工业将坚持走新型工业化道路，以创新发展为主题、以提质增效为中心，进一步调整产业布局 and

		产品结构, 推动技术创新和产业转型升级, 减少环境污染, 满足现代农业生产需求, 并提高我国农药工业的国际竞争力。
2015年	《到2020年农药使用量零增长行动方案》	力争到2020年, 主要农作物农药利用率均达到40%以上, 比2013年提高5个百分点, 实现农药使用量零增长。
2014年	《关于联合组织实施高风险污染物削减行动计划》	支持农药企业采用高效、安全、环境友好的农药新品种, 对12个高毒农药产品实施替代。

资料来源: 公开资料, 鹏元整理

四、经营与竞争

公司业务范围主要涉及农药产品生产和销售, 2015年公司实现营业收入333,306.76万元, 较上年大幅增长37.22%。2015年, 公司农药产品销售情况较好, 除杀菌剂外的其他农药产品销售规模较上年均出现不同程度增长, 五大类农药产品合计实现销售收入253,198.43万元, 较上年增长11.89%。同时, 由于粮食贸易、化工品贸易等业务收入显著增长, 2015年公司实现其他收入80,108.33万元, 较上年大幅增长382.03%, 是公司营业收入大幅增长的主要原因。从收入结构看, 农药产品仍是公司营业收入的主要来源, 但随着50万立方化工仓储物流项目(以下简称“石化仓储项目”)一期工程完工, 进入试运营阶段, 化工品贸易等业务亦成为公司营业收入的重要组成部分。

毛利率方面, 公司农药产品整体毛利率情况较为稳定, 除中间体产品毛利率较上年有所下滑, 其余产品毛利率均与上年基本持平或有所提升。但由于粮食贸易及绿化工程、化工品贸易等业务毛利率水平较低, 同时相关收入规模显著增长, 对公司综合毛利率水平影响较大。2015年, 公司综合毛利率为19.54%, 较上年下降5.78个百分点。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况(单位: 万元)

项目	2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
杀虫剂	26,434.30	12.16%	19,514.16	12.36%
杀菌剂	85,378.36	40.67%	89,611.08	39.33%
除草剂	58,782.09	17.61%	47,141.25	13.26%
中间体	72,415.71	18.54%	63,134.06	21.73%
调节剂	10,187.97	25.95%	6,887.32	25.39%
其他	80,108.33	0.96%	16,619.05	12.38%
合计	333,306.76	19.54%	242,906.91	25.32%

资料来源: 公司2014-2015年审计报告, 鹏元整理

受近年来公司持续推进产能改建扩建、行业内并购整合影响, 公司农药产品产能均保

持较快增长；2015年，公司农药产品整体销售规模较上年有所增长，原材料价格下跌抵消了农药产品价格下跌的不利影响，维持了公司农药产品整体的毛利率水平

2015年，公司农药产品合计销售量为76,600.49T/KL，较上年大幅增长21.27%，但同期产品销售收入较上年增长11.89%，销售收入增幅不及销量，主要系2015年农药产品市场整体价格下滑所致。但受原油价格大幅下滑影响，公司农药产品主要的原材料价格亦出现不同程度下跌，抵消了农药产品价格下跌的不利影响，维持了公司农药产品的毛利率水平。同时，2015年末公司农药产品的库存量较上年末大幅增长60.42%，主要系公司考虑到2015年原材料采购成本较低，未来或出现价格反弹，因而对产成品进行的战略储备。

表6 2014-2015年公司农药产品生产量、销售量和库存量情况

行业分类	项目	2015年	2014年	同比增减
农药化工	销售量 (T/KL)	76,600.49	63,167.61	21.27%
	生产量 (T/KL)	75,905.95	61,874.06	22.68%
	库存量 (T/KL)	10,209.43	6,364.15	60.42%

资料来源：公司提供

产能方面，受近年来公司持续推进产能改建扩建、行业内并购整合等因素影响，公司大部分产品产能均保持较快增长。2015年，公司并购了瑞凯化工，除草剂产品中新增草铵膦原药产品，除草剂原药产品产能增至17,000.00吨/年，较上年大幅增长120.21%。提高关键类型中间体产品的自给能力是公司近年来发展的核心战略之一，公司持续整合并购产业链上下游企业和同行业公司，得益于近年来新增子公司带来的业务规模扩大，以及产业协同效益的显现，2015年公司中间体产能进一步增至38,200.00吨/年，在保证主要中间体自用的前提下，也取得了良好的经济效益。

表7 2014-2015年公司农药产品产能变化情况（单位：吨/年）

项目	项目	2015年	2014年	同比增减
原药产能	杀菌剂	9,900.00	8,300.00	19.28%
	中间体	38,200.00	34,600.00	10.40%
	除草剂	17,000.00	7,720.00	120.21%
	杀虫剂	1,930.00	1,500.00	28.67%
	调节剂	500.00	150.00	233.33%
制剂产能	杀菌剂	3,120.00	3,000.00	4.00%
	除草剂	19,816.00	16,681.00	18.79%
	杀虫剂	6,578.00	5,905.00	11.40%
	调节剂	621.00	550.00	12.91%

资料来源：公司提供

从各产品销售情况看，公司传统优势产品杀菌剂的毛利率继续维持在较高水平，仍为

公司销售收入排名第一位的产品，但 2015 年该产品销售收入较上年微降 4.72%，主要系杀菌剂中的氟环唑原药产品外销规模下降所致。得益于新增草铵膦原药产品的毛利率水平较高且销售规模较大，2015 年除草剂产品销售收入较上年大幅增长 24.69%，毛利率较上年亦提升 4.35 个百分点。随着新增中间体产能的逐步释放，公司中间体产品的销售规模亦持续扩大，2015 年该产品销售收入较上年增长 14.70%。杀虫剂产品主要用于内销，得益于公司加大对内销市场的推广力度，2015 年该产品销售收入较上年大幅增长 35.46%；但受国内同类产品数量较多，市场竞争激烈影响，该产品毛利率水平较低，在公司主要农药产品中排名末位。调节剂产品销售收入较上年大幅增长 47.92%，毛利率亦维持在较高水平，但由于产品价格较高，国内尚无广泛使用，故销售规模较小。

表 8 2014-2015 年公司农药原药产品产销情况

产品分类	项目	2015 年	2014 年
杀菌剂	产量（吨）	6,658.44	6,071.66
	销量（吨）	6,654.75	6,285.38
	产销率	99.94%	103.52%
中间体	产量（吨）	36,301.20	28,300.66
	销量（吨）	41,894.58	27,284.19
	产销率	115.41%	96.41%
除草剂	产量（吨）	8,668.84	6,198.37
	销量（吨）	6,069.22	6,566.99
	产销率	70.01%	105.95%
杀虫剂	产量（吨）	1,364.28	528.36
	销量（吨）	1,282.25	996.31
	产销率	93.99%	188.57%
调节剂	产量（吨）	294.74	121.03
	销量（吨）	255.21	162.40
	产销率	86.59%	134.18%

资料来源：公司提供

表 9 2014-2015 年公司农药制剂产品产销情况

行业分类	项目	2015 年	2014 年
杀菌剂	产量（吨）	2,470.28	2,297.38
	销量（吨）	2,397.44	2,394.06
	产销率	97.05%	104.21%
除草剂	产量（吨）	15,589.59	12,181.40
	销量（吨）	13,842.13	13,519.86
	产销率	88.79%	110.99%

杀虫剂	产量 (吨)	4,029.13	5,804.89
	销量 (吨)	3,931.17	5,645.23
	产销率	97.57%	97.25%
调节剂	产量 (吨)	529.45	370.3
	销量 (吨)	273.75	313.19
	产销率	51.70%	84.58%

资料来源：公司提供

2015年，受国际原油价格大幅下跌，国际农化巨头为避免存货跌价加大去库存力度等因素影响，公司农药产品外销收入较上年有所下滑；得益于公司继续加大对内销市场的推广力度，农药产品内销收入较上年有所增长，维持了公司农药产品的销售规模

销售渠道方面，2015年公司内销收入和外销收入在营业收入中的占比分别为72.76%和27.24%，其中内销收入占比较上年提升12.74个百分点，主要原因一方面系公司其他收入较上年大幅增长且绝大部分该业务收入计入内销收入，另一方面系公司继续加大对内销市场的推广力度，农药产品内销收入较上年有所增长。

公司农药产品销售模式较上年变化不大，仍通过国内市场和国际市场共同销售，其中内销中委托出口实际的销售终端为海外客户。外销的农药产品以原药产品为主，部分外销产品通过国内贸易公司委托出口，主要销往欧洲、美洲和亚洲等地，外销客户主要为国际知名的农化巨头企业；外销产品主要采用定制生产模式，即委托客户将生产环节中的一个或多个产品委托给公司生产，公司按客户指定的特定产品标准进行生产，最终把受托生产的产品全部销售给委托客户。2015年，受国际原油大幅下跌影响，与原油相关的主要精细化工产品价格均出现不同程度下滑，国际农化巨头企业为避免大规模的存货跌价，纷纷加大了去库存的力度，公司农药产品外销亦受到一定影响。2015年，公司外销及委托出口的农药产品合计销售收入为122,274.01万元，较上年下降19.54%。

内销的农药产品以制剂产品为主，主要采用自产自销的模式；目前内销收入仍主要来源于华东、华中和华北地区，以上三个地区销售收入占内销收入的比例超过65%；内销渠道分为线上和线下两类，线上渠道为农一网，线下渠道主要为县、乡镇一级批发商和贸易商。2015年，公司一方面大力发展线上渠道，加大对农一网的推广力度，目前农一网已成为公司重要的内销渠道之一，通过农一网销售的农药制剂产品占2015年公司农药制剂产品整体销售规模的20%左右；另一方面继续加大在营销渠道拓展方面的投入力度，已覆盖销售区域的渗透深度明显提升。受此因素影响，2015年公司农药产品内销收入较上年明显增长，弥补了农药产品外销收入下滑的不利影响，维持了公司农药产品的销售规模。

表 10 2014-2015 年公司销售收入区域分布情况（单位：万元）

销售区域	2015 年		2014 年	
	收入	占比	收入	占比
内销	242,509.19	72.76%	145,790.91	60.02%
其中：委托出口	31,476.44	9.44%	54,851.59	22.58%
外销	90,797.57	27.24%	97,116.01	39.98%
合计	333,306.76	100.00%	242,906.91	100.00%

资料来源：公司提供

表 11 2014-2015 年公司农药产品销售前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	2015 年		2014 年	
	销售金额	占比	销售金额	占比
客户 1	39,791.39	11.90%	26,762.54	11.17%
客户 2	24,110.45	7.21%	21,842.72	9.12%
客户 3	16,802.26	5.03%	19,237.88	8.03%
客户 4	13,740.33	4.11%	17,442.97	7.28%
客户 5	7,712.40	2.31%	5,805.77	2.42%
合计	102,156.84	30.56%	91,091.88	37.50%

资料来源：公司提供

受原材料价格下降影响，2015 年公司加大了部分重要原材料采购规模，原材料库存量亦显著增加；由于公司化工品贸易业务原材料采购规模较大，主要采用集中采购、协议定价的方式，当年公司前五大供应商合计采购金额较上年大幅增长

原材料采购方面，公司农药类产品的原材料采购成本在产品成本中占比约为 80%，主要原材料为甲醇、甲苯等标准化的基础化工产品。我国基础化工产品市场供应充足，市场极为分散，精细化工企业众多，激烈的市场竞争使得基础化工行业的议价能力较低，农药产品产业链上游较为稳定。在采购计划的安排方面，由于基础化工品的价格易受原油价格变化影响，近年来原油价格波动较为频繁，为控制经营风险，公司在确保生产用料的基础上，根据对基础化工品价格走势的判断来调节原材料库存。受原油价格大幅下滑影响，2015 年大部分基础化工品价格均出现了不同程度下跌，考虑到原材料价格处于低位，未来或出现价格反弹，2015 年公司增加了部分重要原材料的库存量，年末存货中原材料账面价值增至 34,343.33 万元，较上年末增长 30.84%。

同时，由于 2015 年公司化工品贸易业务规模显著增长，相关原材料采购规模较大，主要采用集中采购、协议定价的方式，以降低采购成本；受此因素影响，2015 年公司原材料前五大供应商合计采购金额达到 51,366.64 万元，较上年大幅增长 158.03%，占当年采购总额的比重升至 18.41%，较上年提升 8.27 个百分点。

表 12 2014-2015 年公司原材料采购前五大供应商情况 (单位: 万元)

供应商名称	2015 年		2014 年	
	采购金额	占比	采购金额	占比
供应商 1	13,647.95	4.89%	5,266.96	2.68%
供应商 2	11,958.73	4.29%	4,616.14	2.35%
供应商 3	10,800.21	3.87%	3,810.28	1.94%
供应商 4	9,866.76	3.54%	3,285.91	1.67%
供应商 5	5,092.98	1.83%	2,928.04	1.49%
合计	51,366.64	18.41%	19,907.33	10.14%

资料来源: 公司提供

2015 年, 由于石化仓储项目一期工程进入试运营阶段, 公司化工品贸易业务收入较上年大幅增长, 但考虑到该业务尚处试运营阶段, 为控制业务风险, 公司主要选择风险较低的品种进行贸易, 化工品贸易业务毛利率水平较上年明显下滑

公司其他收入主要由粮食贸易及绿化工程、化工品贸易等业务收入构成, 上述两项业务收入合计占其他收入的比例超过 90.00%。公司粮食贸易及绿化工程业务收入来自于下属子公司江苏焦点农业科技有限公司 (“以下简称“江苏焦点”), 江苏焦点主要负责水稻育种研究, 粮食贸易及绿化工程业务为其附属业务。由于粮食贸易及绿化工程业务并不属于公司未来的战略板块, 该业务收益主要用于覆盖水稻育种研究的相关支出, 故公司对该业务利润要求不高。2015 年, 公司粮食贸易及绿化工程业务实现收入 35,545.34 万元, 较上年大幅增长 245.18%, 但毛利率仅为 1.99%。

公司石化仓储项目一期工程已完工, 进入试运营阶段, 并于 2015 年底获得成品油经营许可资质。公司希望将其打造成“金融质押库(供应链金融)、期货交割库、保税库、特色商品库”, 将其建设成为苏北地区有重要影响力的化工原料交易市场。2015 年, 石化仓储项目一期工程使用规模约为 13 万立方, 公司自用规模约为 3-4 万立方, 除满足自身储存需要外, 其余场地主要用于化工品和油品的材料贸易业务, 受此因素影响, 2015 年公司实现化工品贸易收入 41,416.16 万元, 较上年大幅增长 655.67%。但考虑到公司石化仓储项目尚处于试运营阶段, 为控制化工品贸易的业务风险, 2015 年公司主要选择风险较低的品种进行贸易。受此因素影响, 2015 年公司化工品贸易业务毛利率仅为 0.19%, 较上年大幅下降 25.88 个百分点, 对公司综合毛利率水平亦造成较大影响。随着石化仓储项目运营经验的不断丰富, 公司化工品贸易业务毛利率亦将有所回升, 有望成为公司新的利润增长点。但考虑到化工品和油品作为大宗商品, 价格波动较为频繁且波幅较大, 公司化工品贸易业务存在一定的运营风险。

表 13 公司其他收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
化工品贸易	41,416.16	0.19%	5,480.75	26.07%
粮食贸易及绿化工程	35,545.34	1.99%	10,297.75	6.76%
运输及仓储	2,256.35	5.76%	434.06	12.02%
技术服务及加工	637.41	-9.90%	406.49	-11.08%
酒店	253.08	-31.81%	-	-
合计	80,108.33	0.96%	16,619.05	12.83%

资料来源：公司提供

公司目前在建项目较多，后续投资规模较大，同时石化仓储项目正式运营后需投入大量营运资本，但考虑到公司通过配股、发行本期债券等多种融资渠道获得了发展所需的大量资金，公司整体资金压力尚可

近年来，公司经营状况良好，为维持主要产品在细分市场的竞争优势，公司加快了技术改造和对外投资并购的步伐。2015 年 6 月，公司以自有资金 26,900.00 万元投资瑞凯化工，经本次投资后占其 51% 股权；瑞凯化工是国家定点农药生产企业，其现有主要产品为草铵膦原药等，草铵膦是目前用量仅次于草甘膦的世界第二大转基因作物耐受除草剂，同时草铵膦生产工艺复杂，成本较高，具有一定的进入壁垒；投资瑞凯化工有助于缩短公司在该产品项目的实施周期，进一步扩大公司在除草剂市场的份额。2016 年 4 月，公司发行了规模为 8.45 亿元的本期债券，用于年产 5,000 吨草铵膦原药生产线技改项目、年产 1,000 吨抗倒酯原药生产线技改项目和年产 2,000 吨甲氧虫酰肼原药技改项目，上述技改项目有助于增加公司产品品种、调整产品结构，进一步提升公司核心竞争力。

同时，公司石化仓储项目一期工程已完工，进入试运营阶段，并于 2015 年底获得成品油经营许可资质。考虑到化工品和油品价值较高，石化仓储项目正式运营后，存货环节将沉淀大量的资金，公司流动资金压力将有所上升。按公司使用 4 万立方储能（年储运规模 24 万立方）估算，1 立方米储存量约能储存 0.7 吨化学品，按每吨化学品 8,000 元的价值计算，公司石化仓储项目营运资金缺口为 22,400.00 万元。2015 年，公司通过配股募集的部分资金将用于石化仓储项目的营运资本。

截至 2016 年 4 月末，公司主要在建项目合计总投资额 152,702.00 万元，目前已投资金额为 67,948.51 万元，未来尚未投入金额超过 88,383.01 万元；同时，公司石化仓储项目正式运营后需投入大量营运资本。但考虑到公司通过配股、发行本期债券等多种融资渠道获得了发展所需的大量资金，公司整体资金压力尚可。

表 14 截止 2016 年 4 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资金额	已投资金额
原药技改项目	2,500.00	4,099.07
江苏科菲特车间技改项目	9,750.00	8,305.98
五环项目	7,500.00	10,354.50
GLP 实验室及营销中心项目	28,180.00	19,359.11
制剂加工项目（扩能）	2,000.00	1,774.67
连云港拜克对膦车间改造项目	750.00	330.14
华通车间项目	18,000.00	17,768.02
吡氟酰草胺车间	2,000.00	775.43
年产 5000 吨草铵膦原药生产线技改项目	68,622.00	749.95
年产 1000 吨抗倒酯原药生产线技改项目	6,550.00	4,111.61
年产 2000 吨甲氧虫酰肼原药技改项目	6,850.00	320.03
合计	152,702.00	67,948.51

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014-2015 年审计报告及 2016 年一季度未经审计财务报表，报告采用新会计准则编制。2015 年，公司合并范围增加子公司 4 家，减少子公司 1 家，具体变化情况见表 3。

资产结构与质量

2015 年，受业务规模扩大及对外并购等因素影响，公司整体资产规模继续保持较快增长；由于对部分原材料和产成品进行战略储备，公司存货规模较上年大幅增长，存在一定的跌价风险

受业务规模扩大、对外并购以及配股募集资金等因素影响，2015 年公司资产规模继续保持较快增长。截至 2015 年末，公司资产规模为 617,228.63 万元，较上年末大幅增长 33.50%。从资产结构看，公司资产仍以非流动资产为主，2015 年末非流动资产占资产总额的比例为 55.08%，较上年变化不大。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产构成。截至 2015 年末，公司货币资金余额为 70,179.90 万元，较上年末大幅增长 41.79%，主要系 2015

年公司实施配股募集大量资金所致，货币资金中受限资金的比例为 24.55%，主要为银行承兑汇票保证金。随着产销规模的持续扩大，公司应收账款亦保持增长，2015 年末公司应收账款账面价值为 58,458.15 万元，较上年增长 26.10%，其中应收账款前五大客户合计占比为 50.10%，集中度较上年进一步上升，考虑到公司客户主要为大型农化跨国公司及国内专业贸易公司，应收账款回收风险较小；从账龄结构看，1 年以内的应收占比为 94.93%，应收账款结构相对稳定且质量较好。公司预付款项主要为原材料和设备预付款，2015 年末规模为 6,717.70 万元。考虑到 2015 年原材料价格处于低位，未来或出现价格反弹，故公司对部分原材料和产成品进行战略储备；受此因素影响，公司存货大幅增长，2015 年末存货账面价值为 122,412.48 万元，较上年末大幅增长 46.95%，未来需关注公司存货消化情况。公司其他流动资产主要为待抵扣增值税进项税，2015 年末规模为 9,527.79 万元。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。公司固定资产主要包括房屋及建筑物、机器设备，二者合计占固定资产的比例达 90% 以上；2015 年末公司固定资产账面为 220,641.43 万元，较上年大幅增长 52.62%，主要原因一方面系公司部分扩产和技改工程完工，达到预定可使用状态，由在建工程结转至固定资产，另一方面系 2015 年公司并购了瑞凯化工等企业，相关固定资产转入所致。2015 年末公司在建工程账面价值为 41,667.04 万元，较上年减少 32.74%，未来随着在建工程的逐步完工结转，在建工程账面价值亦将不断减少。公司无形资产主要为土地使用权，2015 年末账面价值为 39,400.59 万元，较上年增长 13.21%，主要系并购瑞凯化工等企业，相关资产转入所致。由于并购瑞凯化工等企业，公司商誉账面价值大幅增长，2015 年末公司商誉账面价值为 15,248.22 万元，较上年大幅增长 283.01%。

整体上看，受业务规模扩大及对外并购等因素影响，2015 年公司资产规模继续保持较快增长；由于对部分原材料和产成品进行战略储备，公司存货规模较上年大幅增长，未来需关注公司存货消化情况。

表 15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	52,409.30	8.59%	70,179.90	11.37%	49,497.01	10.71%
应收账款	54,727.78	8.97%	58,458.15	9.47%	46,357.70	10.03%
预付款项	12,906.42	2.11%	6,717.70	1.09%	7,414.31	1.60%
存货	131,662.51	21.57%	122,412.48	19.83%	83,299.47	18.02%
其他流动资产	6,277.53	1.03%	9,527.79	1.54%	7,971.08	1.72%
流动资产合计	266,901.55	43.73%	277,234.47	44.92%	202,111.50	43.71%

固定资产	220,485.27	36.13%	220,641.43	35.75%	144,569.14	31.27%
在建工程	44,567.09	7.30%	41,667.04	6.75%	61,945.53	13.40%
无形资产	39,484.66	6.47%	39,400.59	6.38%	34,804.40	7.53%
商誉	15,248.22	2.50%	15,248.22	2.47%	3,981.18	0.86%
非流动资产合计	343,426.75	56.27%	339,994.17	55.08%	260,242.92	56.29%
资产总计	610,328.30	100.00%	617,228.63	100.00%	462,354.43	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年一季度未经审计财务报表，鹏元整理

资产运营效率

受营业收入大幅增长影响，2015 年公司大部分资产运营指标较上年有所改善，但整体资产周转效率仍处于较低水平

得益于对客户信用管理和应收账款回款质量的高度重视，近年来公司应收账款周转情况较为稳定；受营业收入大幅增长影响，2015 年公司应收账款周转天数为 56.16 天，较上年缩短 6.95 天。2015 年，公司存货规模较上年大幅增长，但由于业务规模明显扩大，公司存货周转天数为 138.08 天，较上年缩短 5.53 天，但仍处于较高水平，公司存货运营效率一般。受公司贸易类业务收入显著增长，且该业务采购结算账期很短等因素影响，2015 年公司应付账款周转天数较上年缩短 14.88 天。综合上述影响，2015 年公司净营业周期较上年延长 2.40 天，较上年变化不大。

2015 年，受营业收入大幅增长影响，公司流动资产周转天数较上年缩短 33.42 天，流动资产周转效率有所改善，但仍处于较低水平，主要系流动资产中存货规模较大所致。由于固定资产规模较上年显著增长，2015 年公司固定资产周转天数较上年延长 12.51 天。综合上述因素影响，2015 年公司总资产周转天数较上年缩短 42.05 天至 583.02 天，但公司整体资产周转效率仍处于较低水平。

整体上看，受营业收入大幅增长影响，2015 年公司大部分资产运营指标较上年有所改善，但整体资产周转效率仍处于较低水平。

表 16 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	56.61	63.56
存货周转天数	138.08	143.60
应付账款周转天数	79.54	94.42
净营业周期	115.14	112.74
流动资产周转天数	258.87	292.28
固定资产周转天数	197.23	184.72

总资产周转天数

583.02

625.07

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2015 年，公司营业收入较上年大幅增长，但增长部分主要为毛利率水平很低的其他业务收入，公司综合毛利率较上年有所下滑；同时，由于农一网造成的单体亏损较大，对公司整体盈利水平亦造成一定影响

2015 年，公司农药产品销售情况较好，同时其他业务收入显著增长，公司实现营业收入 333,306.76 万元，较上大幅增长 37.22%。毛利率方面，公司农药产品整体的毛利率情况较为稳定，但其他业务的毛利率较上年显著下滑。由于 2015 年其他收入在公司营业收入中占比较上年明显提升，其他业务毛利率下滑对公司综合毛利率的影响较大，2015 年公司综合毛利率为 19.54%，较上年下降 5.78 个百分点。

2015 年，公司财务费用规模较上年变化大不；受业务规模扩大、管理人员薪酬支出增加等因素影响，2015 年公司管理费用较上年增长 9.82%；由于农一网尚处于推广阶段，广告费用等推广费用支出规模较大，2015 年公司销售费用较上年大幅增长 70.89%。综合上述因素影响，2015 年公司期间费用为 44,425.65 万元，较上年大幅增长 20.80%，但由于营业收入大幅增长，2015 年公司期间费用率下降至 13.33%。

2015 年，公司营业收入较上年大幅增长，但增长部分主要为毛利率水平很低的其他收入，对公司利润贡献不大。同时，由于农一网处于推广阶段，因推广费用、产品促销等因素造成亏损约 4,500.00 万元，对公司整体盈利水平亦造成一定影响。2015 年，公司实现营业利润 19,783.00 万元，利润总额 21,343.55 万元，分别较上年下降 18.10% 和 12.68%。2016 年以来，农一网整体销售情况较好，预计 2016 年度亏损规模将有所缩小。

整体上看，2015 年公司营业收入较上年大幅增长，但增长部分主要为毛利率水平很低的其他业务收入，公司综合毛利率较上年有所下滑。同时，由于农一网造成的单体亏损较大，对公司整体盈利水平亦造成一定影响。

表 17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
营业收入	77,593.23	333,306.76	242,906.91
营业利润	6,177.76	19,783.00	24,154.79
利润总额	6,335.83	21,343.55	24,443.15
净利润	5,106.75	16,347.99	19,585.28
综合毛利率	21.86%	19.54%	25.32%

期间费用率	13.90%	13.33%	15.14%
营业利润率	7.96%	5.94%	9.94%
总资产回报率	-	5.19%	7.06%
净资产收益率	-	5.51%	9.03%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年一季度未经审计财务报表，鹏元整理

现金流

2015 年，由于存货对营运资本的占用规模较大，公司经营活动现金净流入规模较上年明显减少；公司目前仍处于扩张阶段，但步伐有所放缓，同时考虑到公司通过多种融资渠道获得了发展所需的大量资金，公司整体资金压力尚可

2015 年，公司经营活动现金回笼情况一般，收现比为 84.04%，较上年下降 12.39 个百分点。受农一网单体亏损较大影响，2015 年公司净利润为 16,347.99 万元，较上年减少 16.53%；同时，由于公司固定资产规模显著增长，固定资产折旧额亦明显增加，2015 年公司非付现费用为 21,628.81 万元，较上年大幅增长 41.67%。总体而言，2015 年公司整体现金生成能力较上年变化不大，FFO 较上年小幅增长 4.36%。此外，由于公司对部分原材料和产成品进行战略储备，存货规模较上年显著增长，对营运资本的占用规模较大，2015 年公司营运资本较上年大幅减少 65,506.60 万元。综合上述因素影响，2015 年公司经营活动现金流净额为-22,530.24 万元，较上年减少 37,368.54 万元。

投资活动方面，2015 年公司仍处于扩张阶段，投资并购了聊城东染和瑞凯化工，但扩张步伐较往年有所放缓，主要原因一方面系国内安全环保政策较为严峻，化工产业投资门槛日益提升，另一方面公司亦希望对近年来投资并购的成果进行梳理整合，以发挥协同作用。2015 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金、投资支付的现金较上年分别减少 38.47%和 37.95%。但由于公司通过回收定期存款等方式获得的现金较上年明显减少，2015 年公司投资活动产生的现金流量净额-47,444.18 万元，投资活动资金缺口较上年有所扩大。

筹资活动方面，由于经营和投资活动面临较大的资金需求，2015 年公司实施配股方案，募集资金净额为 98,504.33 万元。受此因素影响，2015 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 81,207.84 万元，较上年大幅增长 291.32%。

整体上看，由于存货对营运资本的占用规模较大，2015 年公司经营活动现金净流入规模较上年明显减少；公司目前仍处于扩张阶段，但步伐有所放缓，同时考虑到公司通过多种融资渠道获得了发展所需的大量资金，公司整体资金压力尚可。

表 18 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
收现比	84.04%	96.43%
净利润	16,347.99	19,585.28
非付现费用	21,628.81	15,267.05
非经营损益	4,314.07	5,672.14
FFO	42,290.87	40,524.47
营运资本变化	-65,506.60	-26,329.99
其中：存货减少（减：增加）	-42,402.97	-17,295.06
经营性应收项目的减少（减：增加）	33,948.09	-4,481.67
经营性应付项目的增加（减：减少）	-57,051.72	-4,553.26
经营活动产生的现金流量净额	-22,530.24	14,838.30
投资活动产生的现金流量净额	-47,444.18	-39,608.89
筹资活动产生的现金流量净额	81,207.84	20,752.46
现金及现金等价物净增加额	11,559.83	-4,753.83

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2015 年，公司整体负债水平较上年明显下降，财务安全性较好，但短期有息债务占比过高，负债结构仍有待改善

截至 2015 年末，公司所有者权益为 361,524.95 万元，较上年末大幅增长 55.69%，主要系公司实施配股方案募集大量资金所致。受业务规模扩大、资金需求增长影响，2015 年末公司负债总额增至 255,703.69 万元，较上年末增长 11.10%。综合上述因素影响，2015 年末公司负债与所有者权益比率为 70.73%，较上年末大幅下降 28.39 个百分点，所有者权益对负债的保障程度较上年明显提升。

表 19 公司资本结构（单位：万元）

指标名称	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
负债总额	243,558.23	255,703.69	230,151.39
所有者权益	366,770.07	361,524.95	232,203.03
负债与所有者权益比率	66.41%	70.73%	99.12%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年一季度未经审计财务报表，鹏元整理

从负债结构看，公司负债仍以流动负债为主，但占比较上年有所下滑；2015 年末，公司流动负债占负债总额的比例为 92.00%，较上年末下降 5.96 个百分点，主要系公司长期借款增加所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、应付职工薪酬、应交税费和其他应付款等部分构成。由于公司主要通过银行借款获得经营发展所需

资金，近年来短期借款规模均保持在较大规模，2015 年末公司短期借款余额为 90,243.88 万元，较上年末大幅下降 21.70%，主要系公司为调整负债结构，主动减少短期借款规模所致；2016 年 3 月，公司短期借款进一步降至 83,548.19 万元。公司应付票据均为银行承兑汇票，近年来随着经营规模扩大，采购付款采用票据结算的金额相应增加，2015 年末公司应付票据余额为 36,608.94 万元，较上年末增加 30.67%。公司应付账款主要为应付当期采购货款和项目工程款，2015 年末应付账款余额为 66,573.12 万元，较上年末大幅增长 28.21%，主要原因一方面系公司经营规模不断扩大，另一方面系新纳入范围子公司瑞凯化工、聊城东染引起的应付账款增加。公司预收账款主要为预收销售客户的货款，2015 年末规模为 10,988.40 万元。公司其他应付款主要由应付暂收款和押金保证金等部分构成，2015 年末规模为 20,821.42 万元，较上年增长 46.93%。

公司非流动负债主要由长期借款、长期应付款和递延收益等部分构成。为调整公司整体负债结构，2015 年公司新增长期借款 9,266.33 万元，2016 年 3 月公司长期借款进一步增至 17,650.00 万元。2015 年末，公司长期应付款余额为 4,070.18 万元，较上年末大幅增加 3,928.79 万元，增加部分主要为瑞凯化工向 LOTUS GLOBAL LTD 的借款。公司递延收益主要为各类政府补助，2015 年末规模为 6,741.13 万元，较上年增长 98.50%。

表 20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	83,548.19	34.30%	90,243.88	35.29%	115,250.67	50.08%
应付票据	36,819.13	15.12%	36,608.94	14.32%	28,016.76	12.17%
应付账款	54,577.71	22.41%	66,573.12	26.04%	51,925.30	22.56%
预收款项	9,251.71	3.80%	10,988.40	4.30%	9,262.99	4.02%
应付职工薪酬	3,518.68	1.44%	4,131.17	1.62%	3,959.63	1.72%
应交税费	3,904.45	1.60%	3,785.05	1.48%	1,363.35	0.59%
其他应付款	21,547.08	8.85%	20,821.42	8.14%	14,171.00	6.16%
流动负债合计	214,804.62	88.19%	235,252.57	92.00%	225,453.94	97.96%
长期借款	17,650.00	7.25%	9,266.33	3.62%	-	-
长期应付款	3,921.08	1.61%	4,070.18	1.59%	141.39	0.06%
递延收益	6,811.34	2.80%	6,741.13	2.64%	3,396.12	1.48%
非流动负债合计	28,753.61	11.81%	20,451.12	8.00%	4,697.46	2.04%
负债合计	243,558.23	100.00%	255,703.69	100.00%	230,151.39	100.00%
其中：有息债务	142,110.89	58.35%	140,514.76	54.95%	143,408.82	62.31%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年一季度未经审计财务报表，鹏元整理

截至 2015 年末，公司有息负债规模为 140,514.76 万元，其中短期有息负债规模为

128,052.82 万元，存在较大的即期偿付压力。

从偿债指标看，受配股后所有者权益显著增长等因素影响，2015 年公司资产负债率较上年下降 8.35 个百分点至 41.43%，公司整体负债经营程度较低。公司流动比率和速动比率较上年均有所提升，但仍处于较低水平，同时考虑到流动资产中存货占比较高，公司实际短期偿债能力偏弱。2015 年，公司 EBITDA 较上年增长 9.53%，但受利息支出规模增加影响，EBITDA 利息保障倍数较上年略有下降，2015 年为 6.30，但仍处于较高水平。

整体上看，2015 年公司整体负债水平较上年明显下降，财务安全性尚可，但短期有息债务占比过高，负债结构仍有待改善。

表 21 公司偿债能力指标

指标名称	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
资产负债率	39.91%	41.43%	49.78%
流动比率	1.24	1.18	0.90
速动比率	0.63	0.66	0.53
EBITDA（万元）	-	48,123.59	43,934.92
EBITDA 利息保障倍数	-	6.30	7.38
有息债务/EBITDA	-	2.92	3.26

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年一季度未经审计财务报表，鹏元整理

六、评级结论

2015 年，公司农药产品销售情况较好，盈利水平保持稳定；除草剂产品中新增草铵膦原药产品，带动除草剂产品销售收入及毛利率水平较上年有所上升，同时中间体、调节剂等产品销售收入亦保持较快增长，公司产品结构持续优化；得益于实施配股方案募集大量资金，公司所有者权益规模大幅增长，整体负债水平明显下降，财务安全性较好。

同时，鹏元也关注到受国际原油价格大幅下跌，国际农化巨头企业为避免存货跌价加大去库存力度影响，公司农药产品外销收入有所下滑；化工品和油品作为大宗商品，价格波动较为频繁且波幅较大，公司化工品贸易业务存在一定经营风险；公司对部分原材料和产成品进行战略储备，存货规模大幅增长，存在一定的跌价风险；公司负债结构有待调整，短期有息债务占比较高，面临较大的即期偿付压力。

基于上述情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为 AA 级，本期债券信用等级维持为 AA 级，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
货币资金	52,409.30	70,179.90	49,497.01	76,419.47
应收票据	4,170.25	4,841.72	2,958.18	575.20
应收账款	54,727.78	58,458.15	46,357.70	39,410.20
预付款项	12,906.42	6,717.70	7,414.31	4,835.63
应收利息	13.89	48.41	273.23	365.39
其他应收款	4,733.87	5,048.32	3,606.19	1,962.26
存货	131,662.51	122,412.48	83,299.47	61,413.23
划分为持有待售的资产	-	-	734.34	-
其他流动资产	6,277.53	9,527.79	7,971.08	7,333.23
流动资产合计	266,901.55	277,234.47	202,111.50	192,314.61
可供出售金融资产	3,920.63	4,040.63	1,490.63	1,270.88
长期股权投资	4,633.96	4,476.18	3,995.20	3,800.10
固定资产	220,485.27	220,641.43	144,569.14	104,706.06
在建工程	44,567.09	41,667.04	61,945.53	48,743.38
工程物资	1,454.63	1,658.12	1,714.60	1,435.76
固定资产清理	829.05	829.05	-	-
无形资产	39,484.66	39,400.59	34,804.40	21,708.10
开发支出	3,847.50	3,915.12	2,100.57	668.63
商誉	15,248.22	15,248.22	3,981.18	1,301.49
长期待摊费用	2,926.28	3,013.40	262.50	380.84
递延所得税资产	3,196.15	3,234.38	2,429.99	1,176.20
其他非流动资产	2,833.32	1,870.02	2,949.18	3,664.89
非流动资产合计	343,426.75	339,994.17	260,242.92	188,856.33
资产总计	610,328.30	617,228.63	462,354.43	381,170.94
短期借款	83,548.19	90,243.88	115,250.67	72,495.69
应付票据	36,819.13	36,608.94	28,016.76	43,042.31
应付账款	54,577.71	66,573.12	51,925.30	43,222.53
预收款项	9,251.71	10,988.40	9,262.99	4,649.92
应付职工薪酬	3,518.68	4,131.17	3,959.63	2,248.42
应交税费	3,904.45	3,785.05	1,363.35	2,264.77
应付利息	237.67	400.59	233.85	182.96
其他应付款	21,547.08	20,821.42	14,171.00	5,028.04
一年内到期的非流动负债	900.00	1,200.00	770.39	1,036.42
其他流动负债	500.00	500.00	500.00	500.00

流动负债合计	214,804.62	235,252.57	225,453.94	174,740.68
长期借款	17,650.00	9,266.33	-	
长期应付款	3,921.08	4,070.18	141.39	149.55
递延收益	6,811.34	6,741.13	3,396.12	2,861.79
递延所得税负债	371.19	373.47	382.63	391.73
其他非流动负债	-	-	777.32	1,554.63
非流动负债合计	28,753.61	20,451.12	4,697.46	4,957.70
负债合计	243,558.23	255,703.69	230,151.39	179,698.38
股本	39,670.40	39,670.40	31,855.01	24,504.75
资本公积	190,992.58	190,992.58	100,778.80	107,720.90
减：库存股	-	-	1,547.70	2,591.05
其它综合收益	-148.71	-143.16	-270.60	-235.92
专项储备	596.40	522.17	243.04	11.76
盈余公积	10,880.87	10,880.87	8,740.79	6,406.10
未分配利润	78,166.43	73,229.15	63,037.71	48,553.73
归属于母公司所有者权益合计	320,157.98	315,152.02	202,837.04	184,370.28
少数股东权益	46,612.09	46,372.93	29,365.99	17,102.28
所有者权益合计	366,770.07	361,524.95	232,203.03	201,472.56
负债和所有者权益总计	610,328.30	617,228.63	462,354.43	381,170.94

资料来源：公司 2013-2015 年年审计报告及 2016 年一季度未经审计财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
一、营业总收入	77,593.23	333,306.76	242,906.91	208,584.54
其中：营业收入	77,593.23	333,306.76	242,906.91	208,584.54
二、营业总成本	71,472.26	314,569.94	219,536.43	188,298.31
其中：营业成本	60,631.67	268,173.08	181,393.90	154,968.74
营业税金及附加	73.31	449.30	263.80	262.65
销售费用	2,883.39	12,687.60	7,424.45	7,016.92
管理费用	7,033.47	26,943.12	24,534.77	23,803.55
财务费用	869.82	4,794.93	4,816.25	1,545.96
资产减值损失	-19.41	1,521.93	1,103.25	700.49
加：投资收益（损失以“-”号填列）	56.78	1,046.18	784.30	53.47
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	953.48	812.58	-9.32
三、营业利润	6,177.76	19,783.00	24,154.79	20,339.70
加：营业外收入	313.78	2,570.76	1,214.82	687.19
其中：非流动资产处置利得	-	62.24	34.20	33.05
减：营业外支出	155.71	1,010.22	926.47	773.70
其中：非流动资产处置损失	-	397.10	196.42	104.56
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	6,335.83	21,343.55	24,443.15	20,253.19
减：所得税费用	1,229.08	4,995.56	4,857.86	3,944.34
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	5,106.75	16,347.99	19,585.28	16,308.85
归属于母公司所有者的净利润	4,937.28	17,290.33	20,126.68	16,313.96
少数股东损益	169.47	-942.34	-541.40	-5.11
六、其他综合收益的税后净额	-5.55	127.44	-34.68	-196.10
归属母公司所有者的其他综合收益的税后净额	-5.55	127.44	-34.68	-196.10
（一）以后不能重分类进损益的其他综合收益	-	-	-	-
（二）以后将重分类进损益的其他综合收益	-5.55	127.44	-34.68	-196.10
外币财务报表折算差额	-5.55	127.44	-34.68	-196.10
七、综合收益总额	5,101.20	16,475.43	19,550.60	16,112.74
归属于母公司所有者的综合收益总额	4,931.73	17,417.77	20,092.00	16,117.85
归属于少数股东的综合收益总额	169.47	-942.34	-541.40	-5.11
八、每股收益				
（一）基本每股收益	0.12	0.45	0.56	0.51
（二）稀释每股收益	0.12	0.45	0.56	0.51

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年一季度未经审计财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	73,137.78	280,105.47	234,229.57	172,417.50
收到的税费返还	3,823.31	9,369.41	7,445.70	5,640.51
收到其他与经营活动有关的现金	18,094.72	22,192.13	27,361.53	17,105.80
经营活动现金流入小计	95,055.81	311,667.01	269,036.81	195,163.82
购买商品、接受劳务支付的现金	67,332.08	244,686.32	183,242.43	111,683.78
支付给职工以及为职工支付的现金	8,552.44	30,627.44	25,763.02	18,599.15
支付的各项税费	2,254.99	8,381.84	9,122.94	5,615.24
支付其他与经营活动有关的现金	17,202.85	50,501.65	36,070.12	31,176.62
经营活动现金流出小计	95,342.36	334,197.25	254,198.51	167,074.80
经营活动产生的现金流量净额	-286.55	-22,530.24	14,838.30	28,089.01
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	845.30	24,994.00	40,672.00	35,337.33
取得投资收益收到的现金	-	564.87	25.54	22.14
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1.60	242.55	416.54	544.61
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	783.84	-	356.98
收到其他与投资活动有关的现金	16,477.90	12,608.38	28,244.65	35,720.59
投资活动现金流入小计	17,324.79	39,193.65	69,358.73	71,981.66
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	12,456.41	33,640.15	54,672.82	51,358.91
投资支付的现金	-	26,527.00	42,749.91	34,509.72
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	2,440.43	-
支付其他与投资活动有关的现金	20,157.49	26,470.67	9,104.46	29,826.32
投资活动现金流出小计	32,613.90	86,637.82	108,967.62	115,694.95
投资活动产生的现金流量净额	-15,289.11	-47,444.18	-39,608.89	-43,713.29
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	98,779.33	1,526.25	75.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	275.00	1,526.25	75.00
取得借款收到的现金	45,522.37	221,249.49	229,350.78	137,868.47
收到其他与筹资活动有关的现金	4,397.18	19,759.48	16,000.00	6,580.74
筹资活动现金流入小计	49,919.55	339,788.30	246,877.03	144,524.20
偿还债务支付的现金	43,510.28	239,833.14	202,835.78	113,597.94

分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,436.55	11,159.63	9,536.66	8,470.11
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	-	732.56	77.94
支付其他与筹资活动有关的现金	639.54	7,587.69	13,752.13	17,300.78
筹资活动现金流出小计	46,586.37	258,580.46	226,124.57	139,368.83
筹资活动产生的现金流量净额	3,333.18	81,207.84	20,752.46	5,155.37
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-3.86	326.40	-735.70	-720.51
五、现金及现金等价物净增加额	-12,246.35	11,559.83	-4,753.83	-11,189.41
加：期初现金及现金等价物余额	29,213.55	17,653.72	22,407.55	33,596.97
六、期末现金及现金等价物余额	16,967.20	29,213.55	17,653.72	22,407.55

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年一季度未经审计财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
1.将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	16,347.99	19,585.28	16,308.85
加：资产减值准备	1,521.93	1,103.25	700.49
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	18,647.79	13,101.33	9,921.19
无形资产摊销	1,022.17	787.70	747.16
长期待摊费用摊销	436.92	274.77	307.79
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	334.86	162.22	71.51
财务费用（收益以“－”号填列）	5,838.94	6,114.56	4,327.77
投资损失（收益以“－”号填列）	-1,046.18	-784.30	-53.47
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-804.39	188.76	-285.93
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）	-9.16	-9.10	-9.13
存货的减少（增加以“－”号填列）	-42,402.97	-17,295.06	-7,154.43
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	33,948.09	-4,481.67	-1,402.58
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	-57,051.72	-4,553.26	3,542.70
其他	685.50	643.81	1,067.10
经营活动产生的现金流量净额	-22,530.24	14,838.30	28,089.01
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：			
3.现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	29,213.55	17,653.72	22,407.55
减：现金的期初余额	17,653.72	22,407.55	33,596.97
现金及现金等价物净增加额	11,559.83	-4,753.83	-11,189.41

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
有息债务（万元）	142,110.89	140,514.76	143,408.82	115,687.55
资产负债率	39.91%	41.43%	49.78%	47.14%
流动比率	1.24	1.18	0.90	1.10
速动比率	0.63	0.66	0.53	0.75
综合毛利率	21.86%	19.54%	25.32%	25.70%
总资产回报率	-	5.19%	7.06%	6.94%
EBITDA（万元）	-	48,123.59	43,934.92	34,836.59
EBITDA 利息保障倍数	-	6.30	7.38	9.66

资料来源：公司2013-2015年审计报告及2016年一季度未经审计财务报表，鹏元整理

附录五 截至2015年12月31日纳入合并范围的子公司(单位:万元)

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
上海焦点生物技术有限公司	6,000.00	100.00%	生物科技、香精、香料、新材料领域内的技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务
上海迪拜植保有限公司	1,000.00	100.00%	化工产品、化肥、农药的销售,货物及技术的进出口业务
临沂市金源化工有限公司	500.00	40.50%	咪唑的生产、销售
江苏科菲特生化技术股份有限公司	4,000.00	51.22%	化工技术研发;化工产品生产;危险化学品批发;信息咨询服务;化工原料及产品批发零售;自营和代理各类商品及技术的进出口业务
西安农易达农业科技有限公司	1,000.00	40.00%	肥料、农药的销售;农业技术咨询与技术服务
江苏拜克新材料有限公司	3,000.00	48.00%	尼泊金酸、尼泊金酯、尼泊金酯钠盐生产、销售;润滑油脂销售
广西辉丰作物科学有限公司	500.00	100.00%	批发农药、肥料;植物调节剂、农药杀虫剂、杀菌剂、除草剂技术研究
连云港市华通化学有限公司	5,000.00	52.00%	三氟氯氰酸生产、销售;自营和代理各类商品的进出口业务
江苏郁金香旅游开发有限公司	2,280.00	100.00%	房地产开发经营、物业管理
江苏辉丰生物技术有限公司	500.00	70.00%	水溶肥制剂制造;生物技术的研发
Huifeng International USA INC	500.00(美元)	100.00%	贸易、投资和制造
连云港五环化工有限公司	3,500.00	91.00%	化工产品销售;自营和代理各类商品和技术的进出口业务
HUIFENG LIMITED	50.00(港币)	100.00%	贸易、技术服务等
江苏焦点农业科技有限公司	3,098.00	51.00%	农作物种子生产、批发、零售;粮食收购;农业生产资料新品种、新技术试验、示范、技术咨询;园林绿化设计、施工等
江苏辉丰石化有限公司	19,200.00	100.00%	普通货运;危险品运输;联运服务;货物配载、仓储服务(除危险化学品)
新疆辉丰生物科技有限公司	500.00	85.00%	农药6类1项(除危化品,易制毒、易制爆、剧毒化学品外)许可经营;肥料销售;生物科技技术研发及推广服务
江苏嘉隆化工有限公司	6,200.00	53.25%	农药(原药、制剂)的生产经营
明进纳米新材料有限公司	3,800.00	65.00%	农药中间体生产经营
农一电子商务(北京)有限公司	7,000.00	93.69%	农药商城、品牌旗舰店、专家咨询、原药及精细化工等农化信息与交易服务

聊城东染公司	4,135.00	51.00%	氟苯、邻氟甲苯、对氟甲苯、间氟甲苯、对溴氟苯、邻氟苯甲酰氟、对氟苯甲酰氯、间氟苯甲酰氯生产项目的投资、开发、建设、管理
石家庄凯瑞公司	10,205.00	51.00%	草铵膦、亚氨基二嗪生产、销售；本企业生产、科研所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备销售、精细化工产品的技术开发、技术咨询、技术服务；自营和代理各类商品和技术的进出口业务
江苏辉润物流有限公司	1,050.00	100.00%	货物配载；道路普通货物运输；货物仓储；停车场服务；经营性道路危险货物运输
广东辉丰生物技术有限公司	1,000.00	100.00%	生物技术开发服务；生物技术咨询、交流服务；农药批发（危险化学品除外）；有机肥料及微生物肥料批发；其他肥料（含水溶肥料）制造；农业病虫害防治服务

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/[（本年所有者权益+上年所有者权益）/2]×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]×100%
	期间费用率	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/[（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）]
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/[（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）]
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
	非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	非经营性损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产减少+递延所得税负债增加
	FFO	净利润+非付现费用+非经营性损益
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+长期应付款中的计息部分
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债
有息债务	长期有息债务+短期有息债务	

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。